

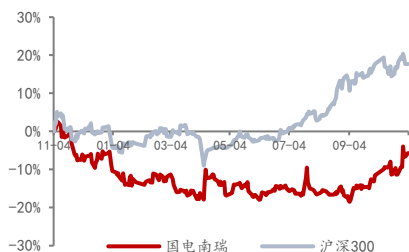
25Q3 业绩符合预期，合同负债同比增长 53.67%

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-04

收盘价（元） 24.17
近 12 个月最高/最低（元） 27.88/21.08
总股本（百万股） 8,032
流通股本（百万股） 7,996
流通股比例（%） 99.55
总市值（亿元） 1,941
流通市值（亿元） 1,933

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：郑洋

执业证书号：S0010524110003
邮箱：zhengyang@hazq.com

相关报告

- 新签合同充足，国际合同同比增长超 200% 2025-08-30
- 在手订单充足，2025 营收目标稳健 2025-05-03
- 业绩稳步增长，看好公司国内外市场持续突破 2024-12-02

主要观点：

● 业绩

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 385.77 亿元，同比+18.45%；实现归母净利润 48.55 亿元，同比+8.43%，扣非归母净利润 46.39 亿元，同比+7.04%。2025Q3 实现营收 143.33 亿元，同比+16.65%，归母净利润 19.03 亿元，同比+7.81%，扣非归母净利润 18.34 亿元，同比+7.17%。2025 年前三季度毛利率为 26.47%，同比下降 2.79Pct。2025Q3 毛利率为 26.50%，同比下降 3.13Pct。

● 合同负债同比增长 53.67%，有望支撑公司业绩稳步增长

合同负债方面，公司截至 2025Q3 末，合同负债为 82.26 亿元，同比增长 53.67%。从公司上半年新签合同上来看，新签合同 354.32 亿元，同比增长 23.46%，网内业务市场份额巩固提升，网外业务拓展收获丰硕。

海外业务方面，拓展取得新突破，沙特、南美等市场放量增长，上半年国网公司系统外业务合同占比超 50%，国际合同同比增长超 200%，业务结构持续优化。

● 投资建议

我们预计 25-27 年收入分别为 647.32/726.59/816.99 亿元；归母净利润分别为 81.66/89.22/99.28 亿元（前值 81.66/89.87/99.93 亿元），对应 PE 分别 24/22/20 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨风险；新业务开发不及预期；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57417	64732	72659	81699
收入同比（%）	11.2%	12.7%	12.2%	12.4%
归属母公司净利润	7610	8166	8922	9928
净利润同比（%）	6.1%	7.3%	9.3%	11.3%
毛利率（%）	26.7%	26.3%	26.0%	25.6%
ROE（%）	15.5%	14.5%	13.7%	13.2%
每股收益（元）	0.95	1.02	1.11	1.24
P/E	26.55	23.77	21.76	19.56
P/B	4.12	3.45	2.98	2.58
EV/EBITDA	19.11	18.02	15.94	13.89

资料来源：iFinD，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	75300	84013	97941	114977	营业收入	57417	64732	72659	81699
现金	9010	8769	15573	24557	营业成本	42111	47699	53788	60767
应收账款	30844	34184	38388	43179	营业税金及附加	435	485	545	613
其他应收款	196	217	225	235	销售费用	2261	2589	2906	3268
预付账款	1566	1669	1883	2127	管理费用	1451	1618	1816	2042
存货	11312	13210	14846	16715	财务费用	-476	-256	-249	-450
其他流动资产	22372	25964	27025	28165	资产减值损失	-58	-60	-65	-75
非流动资产	17405	19404	18990	18667	公允价值变动收益	148	0	0	0
长期投资	64	59	54	49	投资净收益	38	65	73	82
固定资产	8283	8436	8395	8235	营业利润	9106	9800	10711	11920
无形资产	1614	1754	1894	2034	营业外收入	32	32	32	32
其他非流动资产	7444	9154	8647	8349	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	92705	103417	116931	133644	利润总额	9128	9823	10734	11943
流动负债	39273	42251	46180	52251	所得税	982	1081	1181	1314
短期借款	485	335	435	535	净利润	8147	8743	9553	10629
应付账款	26626	30474	32871	37135	少数股东损益	536	577	630	702
其他流动负债	12161	11441	12874	14580	归属母公司净利润	7610	8166	8922	9928
非流动负债	697	804	826	834	EBITDA	10168	10312	11237	12253
长期借款	21	27	34	42	EPS (元)	0.95	1.02	1.11	1.24
其他非流动负债	676	777	792	792	主要财务比率				
负债合计	39969	43055	47007	53086	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3511	4089	4719	5421	成长能力				
股本	8033	8032	8032	8032	营业收入	11.2%	12.7%	12.2%	12.4%
资本公积	7879	7890	7890	7890	营业利润	6.6%	7.6%	9.3%	11.3%
留存收益	33313	40350	49283	59215	归属于母公司净利	6.1%	7.3%	9.3%	11.3%
归属母公司股东权益	49224	56273	65205	75138	获利能力				
负债和股东权益	92705	103417	116931	133644	毛利率 (%)	26.7%	26.3%	26.0%	25.6%
现金流量表					净利率 (%)	13.3%	12.6%	12.3%	12.2%
单位:百万元					ROE (%)	15.5%	14.5%	13.7%	13.2%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	14.1%	14.0%	13.2%	12.6%
经营活动现金流	11086	6587	7344	9632	偿债能力				
净利润	8147	8743	9553	10629	资产负债率 (%)	43.1%	41.6%	40.2%	39.7%
折旧摊销	1741	745	752	760	净负债比率 (%)	75.8%	71.3%	67.2%	65.9%
财务费用	-24	14	14	17	流动比率	1.92	1.99	2.12	2.20
投资损失	-38	-65	-73	-82	速动比率	1.49	1.48	1.61	1.70
营运资金变动	1270	-2816	-2969	-1777	营运能力				
其他经营现金流	6868	11524	12589	12490	总资产周转率	0.64	0.66	0.66	0.65
投资活动现金流	-14441	-5536	-658	-749	应收账款周转率	2.00	1.99	2.00	2.00
资本支出	-1827	-447	-527	-527	应付账款周转率	1.63	1.67	1.70	1.74
长期投资	-12769	-100	-200	-300	每股指标 (元)				
其他投资现金流	156	-4989	69	78	每股收益	0.95	1.02	1.11	1.24
筹资活动现金流	-5940	-1291	118	101	每股经营现金流	1.38	0.82	0.91	1.20
短期借款	100	-150	100	100	每股净资产	6.13	7.01	8.12	9.35
长期借款	-6	6	7	8	估值比率				
普通股增加	0	-1	0	0	P/E	26.55	23.77	21.76	19.56
资本公积增加	124	12	0	0	P/B	4.12	3.45	2.98	2.58
其他筹资现金流	-6158	-1157	11	-7	EV/EBITDA	19.11	18.02	15.94	13.89
现金净增加额	-9261	-241	6804	8983					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验。

分析师：郑洋，华安证券电新行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。